

全球资产展望-2020年6月

现在应该增配风险资产吗？

制造业企稳将推动风险资产继续反弹

- ▶ 制造业复苏是历次周期衰退见底的重要推动力量，本轮全球疫情冲击下的制造业衰退可能同样受各国逐步复工而企稳反弹。
- ▶ 根据工银资管（全球）的经济周期螺旋运行模型，目前有可能进入我们定义为“见底”的阶段，“见底”长短不定，之后经济才会复苏。
- ▶ 在经济明显改善的预期下，风险资产将继续反弹。资产轮动已经开始，原油、铜等商品也会延续反弹，通缩预期会大幅下降，国债可能下跌。尽管股市的预期十分乐观，但从疫情演变、地缘政治、永久失业以及公司破产等角度，本轮周期离真正复苏还有距离。
- ▶ “见底”阶段是提升股票等风险资产配置的最优时间窗口之一，建议战略配置提升风险资产的配置到中性配比。基于股票估值已偏贵，建议战术配置调低风险资产配置到中性。

中国股市更有吸引力

- ▶ 亚洲股市方面，之前因全球市场的震荡，亚洲市场情绪和风险偏好都受影响较大，但难以改变中期市场向好的方向。
- ▶ 中国股市短期震荡，长期估值更有吸引力，受益于中国疫情率先缓解，环比改善的经济增长带动企业盈利逐步改善。
- ▶ 大中华股票的配置方面，倾向于大消费、医药医疗、物业管理以及国产替代的科技股。

更看好中资信用债

- ▶ 国别方面，亚洲信用里继续看好经济恢复最快的中国信用，美国有关制裁香港的力度低于预期。

资产类别	配置建议		
	1~6月	1~2年	
美股	▬	▬	
FAANG	▬	▬	
日股	▬	▬	
欧股	▬	▬	
沪深300	▬	▬	
创业板	▬	▬	
港股	↑	▬	
美国国债	↓	▬	
中国国债	↓	▬	
美国投资级	▬	▬	
美国高收益	▬	▬	
亚洲美元投资级	▬	▬	
亚洲美元高收益	▬	▬	
原油	▬	▬	
黄金	↓	↑	
铜	▬	▬	
美元	↓	▬	
欧元	↑	▬	
日元	↓	▬	
人民币	↑	▬	
	高配 ↑	中配 ▬	低配 ↓

注：中配指风险资产与防御资产的配置比例达到风险平价比例，高配指风险资产相比防御资产配置超出风险平价，低配反之。

- ▶ 亚洲高评级债券重点关注中国非银金融板块，对前期看好的中国高科技板块转为中性。
- ▶ 亚洲高息债券持续看好中国房地产板块的投资价值，短期偏好 1-3 年的短久期标的。
- ▶ 利率方面，维持中性偏空的观点。短期虽然中美关系有加剧紧张的趋势，但经济复苏势头的加强将对美债收益率构成向上压力，收益率曲线有望阶段性熊市变陡，信用债息差料将继续逐步收窄。

目录

一、从经济周期螺旋运行的规律看股市隐含的“V”形复苏.....	3
1.1 用周期螺旋运行模型来定位周期的阶段是连接宏观与市场的桥梁	3
1.2 当前的宏观主题是经济“V”形复苏，但实现难度很大	5
1.3 经济步入见底阶段，但市场预期已到复苏水平	8
二、周期可能“见底”对大类资产配置的启示	11
2.1 按照经济周期螺旋模型进行资产配置	11
2.2 当前动态战略配置应调高风险资产比例到中性，战术配置反而应保持谨慎 ..	12
三、基金经理评论.....	13
3.1 中国股市更具吸引力	13
3.2 更看好中资信用债	14

今年以来，新冠疫情成为了市场最大的黑天鹅。在疫情爆发初期，我们就意识到新冠疫情这个宏观主题将成为全球金融市场走势的重要驱动力量，旋即开始加大研究投入，并以每日的频率向各位客户发送研究服务，在之前的《疫情期间国际市场每日特报》撰写中，我们曾对各类疫情指标、经济数据、政策逻辑以及港股和亚洲美元债投资策略进行过较为深入的探讨，但随着欧美各国的新冠疫情逐步趋于缓和，市场的关注点也开始转向欧美各国的复工复产以及后续经济和企业盈利的修复，我们的宏观和配置研究也开始转向更为长期的视角，尽力为拨开市场短期博弈的迷雾，找到驱动市场变化的根本动力。这对大类资产配置而言更是尤为重要。

根植于多年的研究与投资实践，我们对于如何看经济周期，如何做大类资产配置总结出了一套框架，将之运用于历史时总体非常有效，也在今年以来的宏观周期转折中发挥了应有的效果。我们想基于这套框架来分析当前的经济周期，并对全球主要大类资产给出我们的展望和配置建议，并把好的投资机会分享给广大同行。

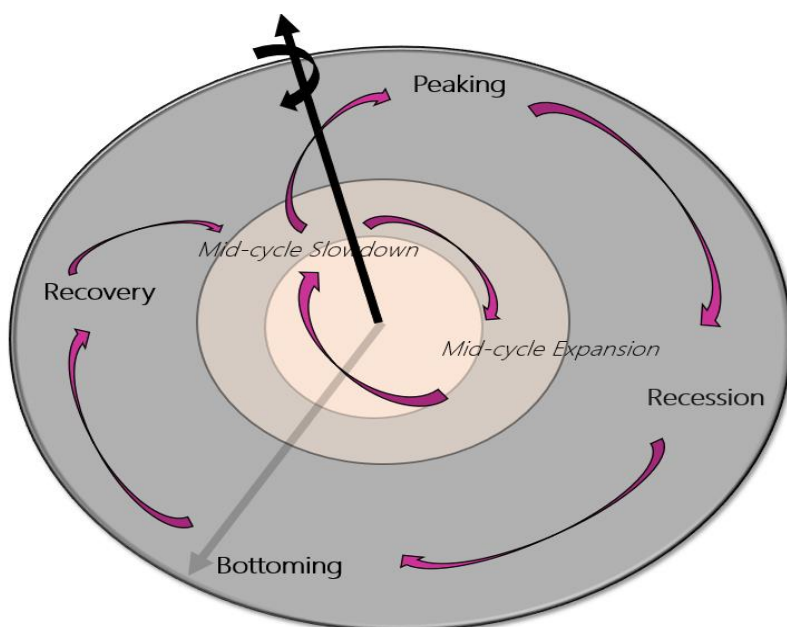
一、从经济周期螺旋运行的规律看股市隐含的“V”形复苏

1.1 用周期螺旋运行模型来定位周期的阶段是连接宏观与市场的桥梁

我们认为，经济周期是按照一个“螺旋”的形态在运转，经济周期（economic cycle）运行一周可能有 10 年的跨度，经济周期内部还有一些小的中周期（mid cycle），长度大体在 2-3 年左右，分为中周期扩张（mid cycle expansion）和中周期减速（mid cycle slowdown）。这种看待周期的方式其实是市场通常的语言，也容易理解。它的效果就像下面图一的周期螺旋模型。驱动经济周期的力量是潜在产出能力和产出

缺口，而驱动中周期的力量则是 GDP 里面最为波动的部分即投资，或者通常是制造业的波动。“螺旋”的含义在于，最底层是经济周期循环的话，在经济周期中还有中周期的循环，表现出经济从底部复苏，然后“螺旋”上升至充分就业和周期见顶（peaking），之后出现衰退（recession），经济从顶部快速跌落至周期底部，待周期见底（bottoming）后，逐步走入新的复苏（recovery）、新的循环。因此我们的方法是综合经济周期、制造业、货币流动性的一系列前瞻和同步经济指标，按照固定规则，帮助我们划分和定位经济周期的 6 个阶段或者宏观场景。













图一：周期螺旋运行模型



按照上面的方法正确定位经济周期所处的阶段非常有意义，因为大类资产的表现通常与周期的不同阶段息息相关。下图二统计了历史各个周期不同阶段中股票和债券的实际平均回报，的确证实了市场与宏观周期的关系。战略配置如果按照不同周期阶段进行动态调整，应该能获得更优异的表现。同理，我们采用经济周期螺旋模型的视角来看经济，就能够连接宏观和市场，进一步如果能在不同宏观场景下设定资产配置的固定规则，实际就是我们的动态资产配置（Dynamic Asset Allocation）的内容了。从下表看出，我们应该在见顶和衰退时期大幅

低配股票，中周期减速适当减配股票，而在复苏阶段重配股票。国债的配置就恰好反过来，见顶和衰退时期要重配。商品表现的最好时期是见底和复苏，而在见顶和衰退时期要回避。见底阶段是衰退到复苏之间的过度，经济在这个阶段出现了局部好转，但全面复苏还未到来，历史上看，见底阶段股票、债券、商品都有不错的正收益。

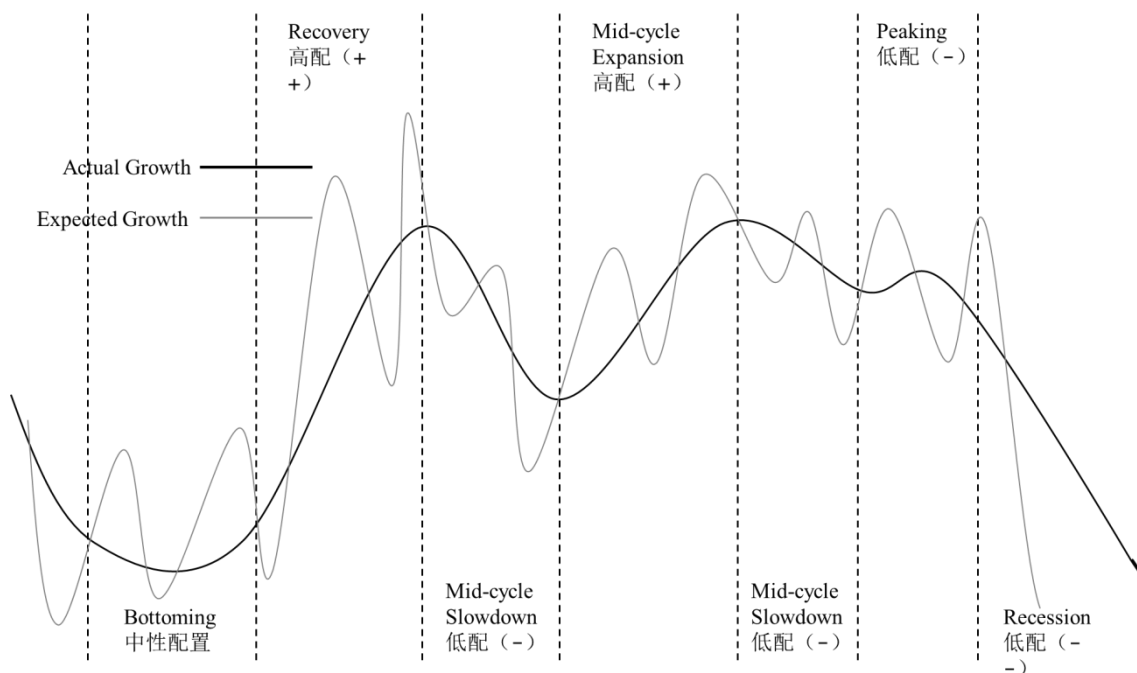
图二：

宏观场景	Bottoming	Recovery	Mid-cycle Expansion	Mid-cycle Slowdown	Cycle-peaking	Recession
经济周期	Contraction	Expansion				Contraction
制造业周期						
通胀						
货币政策	Easing	Easing	Tightening	Modest Easing	Aggressive Tightening	Aggressive Easing
股票平均年化收益	11.5%	18.8%	17.8%	7.5%	-5.5%	-23.5%
国债平均年化收益	3.1%	0.1%	-0.7%	6.2%	9.9%	13.4%
DAA配置平均年化收益	5.7%	11.9%	7.2%	8.7%	11.0%	14.2%

1.2 当前的宏观主题是经济“V”形复苏，但实现难度很大

除了经济周期以外，宏观主题也是驱动大类资产在中短期变化的主导力量。宏观主题可被理解为多数市场参与者主流的看法，实际是由资产价格来体现，它不仅会影响市场情绪和风险偏好，也往往与经济周期相互交织，不仅反映市场对经济基本面变化的预期，同时也推动经济基本面的变化。由宏观主题反映出来的预期经济增长往往比实际经济增长波动更大，进而常常围绕实际增长水平呈现超调或摆动过头的现象。宏观主题反映的市场预期与实际增长的关系可以参考下图三的示意图。我们根据经济基本面的实际情况做动态战略配置，根据宏观主题做战术配置。

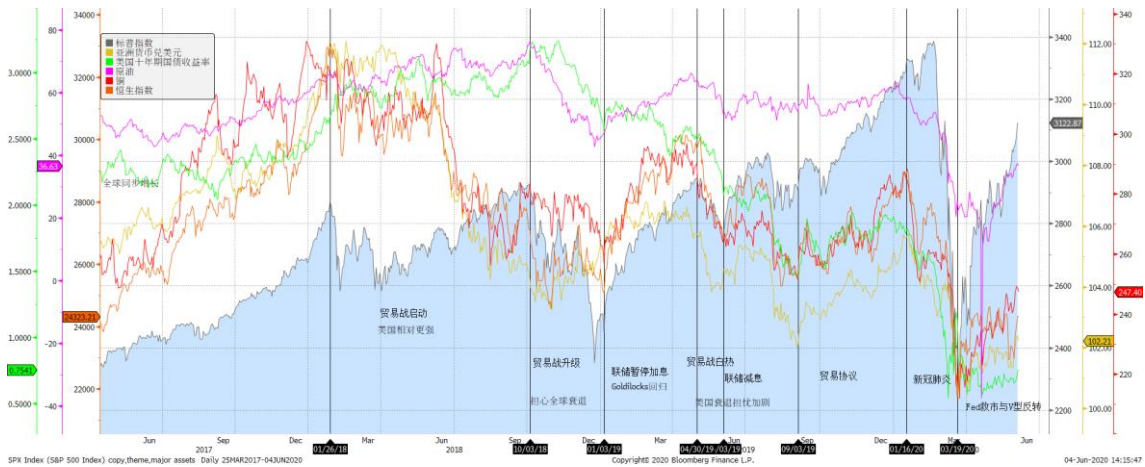
图三：



有了上面观察分析经济周期和大类资产的框架，下面我们来重点分析本轮周期的情况。

我们先结合下图四回顾一下 2018 年以来美国的经济周期运行轨迹和期间宏观主题的切换对大类资产的影响。2018 年 3 月，美国宣布对美国自中国进口的 500 亿美元商品加征关税，中美贸易战正式启动，从而结束了 2016 年以来的全球经济同步增长的阶段，此阶段非美经济受打击更大，美国相对更强。9 月底贸易战升级，美股终于从高位开始大幅下跌，经济指标也显示美国的经济进入中周期减速（mid cycle slowdown）。自此之后，市场经历了贸易战白热化、联储暂停加息、联储减息、贸易协议等阶段性宏观事件，阶段性驱动市场大幅波动。然而这些宏观主题并没有改变经济的中周期减速的格局。

图四：



一直到 2019 年 9 月 11 日，美国宣布对中国的关税部分延期，双方进入贸易协议谈判阶段并最终达成协议，此后，贸易战影响逐渐缓解，经济和市场都出现了不同程度的改善，我们的指标开始提示美国的经济周期正在从中周期调整过度至周期见顶阶段。在“贸易战缓解”这个新的宏观主题的推动下，标普 500 指数最终突破了前期顶部，并在今年 2 月创历史新高。

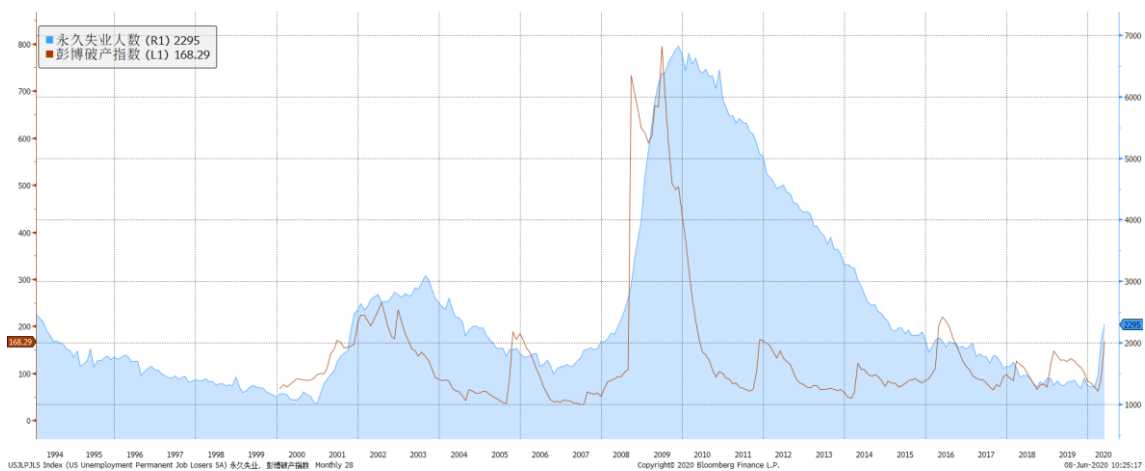
自 2019 年 10 月开始，美国的经济周期开始从中周期调整转入见顶期，若非新冠疫情在海外爆发，其内生经济动能大概率仍可支撑美国的经济周期在该阶段运行一段时间，但新冠疫情完全打断了现有的经济运行轨迹，直接将美国拖入衰退，我们的指标体系 2020 年 3 月底也确认美国经济进入衰退。可见，本轮衰退与以往最大的不同是，新冠疫情这个宏观主题并非慢慢作用于美国经济，而是立即中断了其当前所处的周期位置，直接将美国拖入衰退阶段，并带来了消费、投资、进出口的近乎停摆，大量劳动力进入失业状态，完全符合典型衰退的各种标准。

在美国政府和美联储的全力救助下，以及疫情的逐步缓解，美股开始了“V”形反弹，这个阶段的宏观主题就是联储救助和“V”形反转。疫情好转和经济反弹的确定性是背后支撑市场敢于在经济数据明确改善前博弈复苏的原因。这次经济衰退和复苏进程是首次主要靠疫情的

进展决定，在封城、大量检测、社交隔离等措施作用下，确诊人数下降是必然的，即便意大利、英国的情况也是如此，估计美国的疫情仍将持续改善，最好的状况将类似韩国。

经济“V”形反转的预期推动下，美股大幅反弹，但我们认为经济实现“V”形反转的难度很大。本轮更及时更有力的救助，争议也最大，效果相当于在超低利率和超丰腴的流动性支持下，市场出清被推迟，未来增长被透支，乐观情境下，大量僵尸企业靠救助渡过周期衰退，又必然会在下轮周期复苏中拖累增长。如下图五，目前永久失业和破产的数据可能还未完全反映出来，向上的空间还在，因为疫情还未完全受控，疫苗上市遥遥无期，大量的临时失业可能转为永久失业，这令经济彻底走出底部进入复苏显得更为艰难。还因为新兴国家疫情的受控还需要时间，疫情是否会来二次爆发，还不能完全排除。

图五：

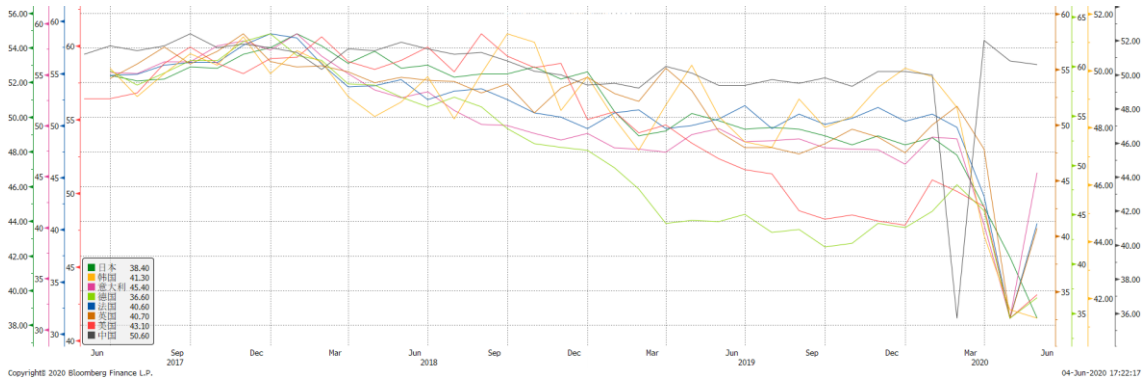


1.3 经济步入见底阶段，但市场预期已到复苏水平

如下图六，随着5月底各国制造业数据出台，绝大部分国家制造业开始见底反弹，特别是中国连续三个月处于50荣枯线之上，更加确认了制造业见底好转的方向。按照我们的周期阶段划分规则，如果我们

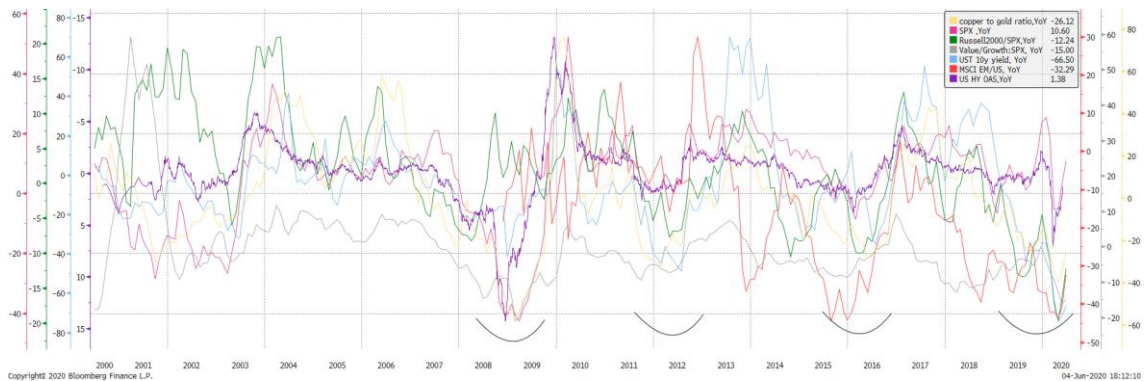
的指标体系能指示制造业企稳反弹，则经济周期的定位将进入见底（bottoming）阶段。

图六：



我们预期制造业的复苏将推动风险资产延续全面反弹的态势，如下图七，资产轮动正在启动，原本受贸易战拖累，风险资产纷纷回落，好不容易中美第一阶段贸易协议签订，资产轮动刚刚开始，遭遇新冠疫情冲击，资产轮动戛然而止。最近随着制造业企稳反弹，资产轮动将重新开始，比如美股、美债利率、铜金比、新兴市场股票、高收益债、价值股和小盘股的相对表现都有可能走强。背后一个比较大的驱动力是经济恢复更深入、美国疫情和经济的相对弱势开始展现以及中国的复工复产更充分，加上美联储的持续宽松，推动资金从美国流出，美元贬值推动下，资产轮动再次启动。

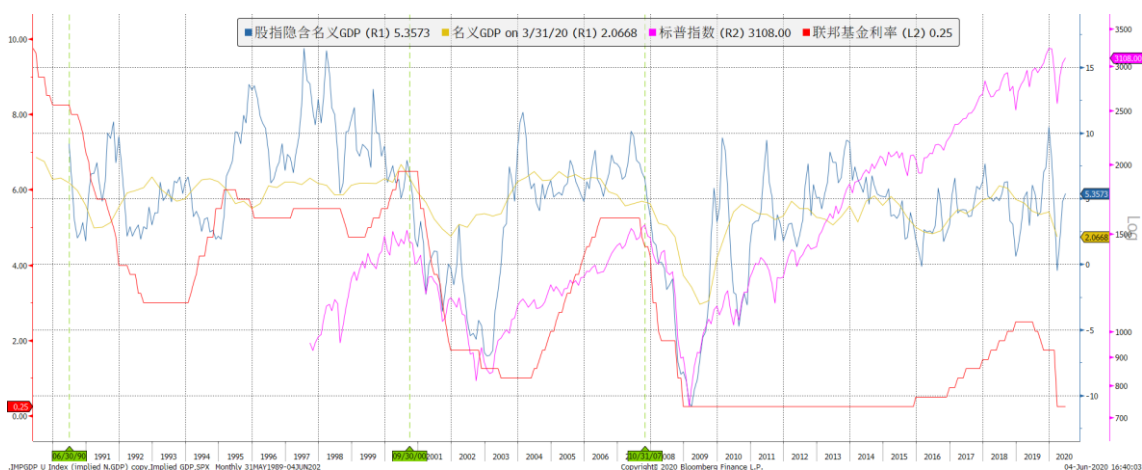
图七：



不过我们仍然要保持谨慎态度，毕竟目前距离复苏还有距离，制造业能否延续反弹也需要更长时间确认。尽管周期进入见底阶段，市场预期似乎已经跑过了，直接到了复苏水平，体现为市场预期的过度乐观。

如下图八所示，美标普指数隐含的名义 GDP 增长（按照标普指数与 GDP 的历史相关性推导）已经达到 5.4% 的水平，远远高于市场普遍预期的今年 GDP 负增长水平。意味着后面如果有任何意外的冲击，比如预期二次爆发、复工复产低于预期、中美脱钩加快等，市场估值都有可能需要修复。

图八：

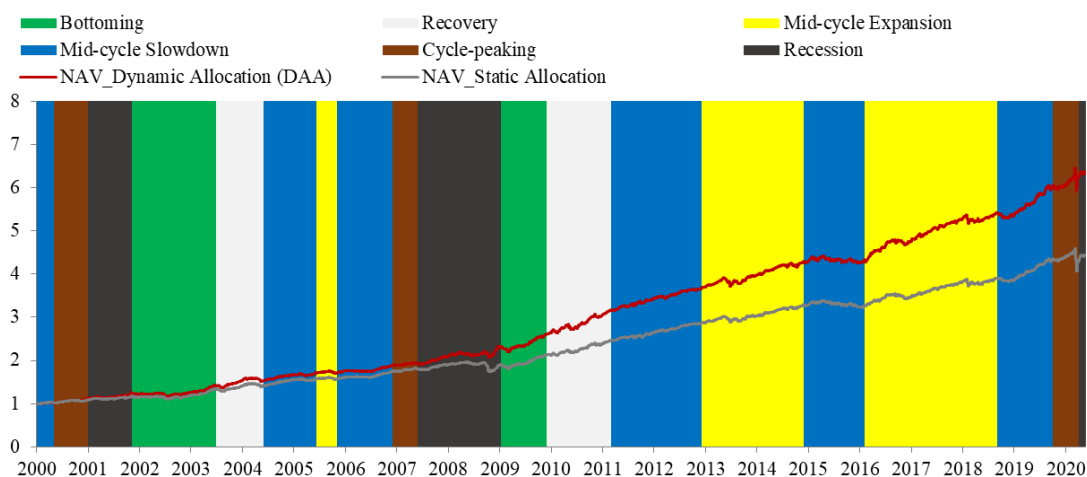


二、周期可能“见底”对大类资产配置的启示

2.1 按照经济周期螺旋模型进行资产配置

就资产配置而言，我们会在设定的目标收益或波动率的限制下，根据自有指标体系所提示的宏观场景，动态调整组合中各类资产的配比，并给风险资产（比如股票）和防御资产（比如国债）不同的波动率配比。下图九显示了风险平价的固定配置（Static Allocation）与动态资产配置(DAA)的组合收益。可以看到，根据我们的指标体系所提示的宏观场景，动态地调整投资组合，确实能够平滑波动并提供超额收益。

图九：



对于战术配置和战略配置的关系最好的描述源自索罗斯的经典论述：

“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。”

——乔治 索罗斯

也就是说，战术配置将基于市场预期的形成、发展和衰落的过程来动态调整，而并不在意这个市场预期在多大程度上符合基本面的表象。我们在战术配置上面要充分结合宏观主题的展开，及时参与进去，在

极大偏离经济基本面的情况下，保持谨慎，在“假象”被拆穿前及时退出。市场主题的持续时间常常在 1-6 个月之间。

2.2 当前动态战略配置应调高风险资产比例到中性，战术配置反而应保持谨慎

基于疫情在中国的持续好转规律以及多个国家疫情好转的类似趋势，我们判断未来几个月美国的疫情也同样会持续好转，制造业也会企稳反弹。基于我们的宏观指标，我们认为周期进入了见底阶段。

按照前面图二及图三所示，经济周期步入见底阶段时，股票市场往往能获得不错的正收益，而国债利率则可能回升。为此战略配置中，我们调升风险资产并调低防御资产，将风险资产和防御资产的配比调整到中性。

对于未来 1-6 个月的战术配置，我们考虑到制造业企稳反弹的格局，判断大类资产轮动正在启动，风险资产将继续反弹，同时根据股票的估值已经偏高，对经济“V”形反转的预期比较充分，我们将战术配置中风险资产的配比从超配调低为中性。

具体各大类资产配置观点参见首页配置建议。

三、基金经理评论

3.1 中国股市更具吸引力

全球经济复苏步伐、疫情进展、疫苗研发及中美博弈等消息牵动市场风险情绪。当前国际政治因素的不稳定会加大风险资产的波动性，对于短期投资者而言，需要注意风险，全球经济形势依然黯淡。海外方面，在疫情、经济、骚乱等约束下，美国当前状态并不支持重启大范围的贸易争端，并且美国大选渐近，我们预计中美摩擦整体维持影响相对较小、但摩擦的频次仍无法预计，市场也会逐步适应贸易摩擦的反复。同时，海外疫情仍在蔓延，美国的疫情可能会出现反复，未来将进入重要的观察窗口。

亚洲方面，受到全球市场的震荡，市场情绪和风险偏好影响较大，中期难以改变市场向好方向，特别是中国市场已经逐渐从疫情中恢复，估值较低，投资价值凸显。但短期来看，受到海外疫情的反复和国际政治因素影响，新兴市场压力仍然较大。

中国方面，海外扰动和中国企业基本面预期修复的影响下，预计 A 股将整体处于区间震荡，6 月国内经济恢复的趋势会强化，而两会后将抓紧政策的落实，稳住经济基本盘。港股方面，短期市场难免受中美博弈扰动及香港新国安法使得香港局势再陷紧张，香港社会事件仍存在较大不确定性，且投资者目前高度关注美国对香港的经济制裁，市场情绪可能继续受抑。我们判断如果市场继续显著回调，估值下跌，加之企业盈利有所改善，将吸引更多海外和国内长期资金。同时随着中国经济复苏信号增加和金融数据超预期。下半年企业盈利有望进一步恢复，通胀制约的缓解也将进一步打开政策宽松的空间。

配置方面，考虑到外围因素，短期内投资者应当谨慎，虽然市场情绪受到压抑，但仍有投资机会。大消费领域以及国产替代为主的科技股能够有效应对疫情后的经济复苏以及贸易摩擦所造成的影响。

3.2 更看好中资信用债

亚洲高评级债券方面，市场在经济回暖的预期下，利差保持相对稳定，市场流动性已接近正常水平。5月一级市场有所反弹，新债交易非常活跃。由于目前绝对收益已经回到了3月大跌前的水平，预计高评级发行人会抓住低收益率的时机提高供给。不过，基于相对平坦的利率曲线和利差曲线，组合需适当调降 **beta** 以应对风险。国别方面，继续看好经济恢复最快的中国信用，但短期市场预计将受到美国有关制裁香港的负面消息影响；维持韩国信用作为防御性标的的观点；对新加坡保持中性；对印度和印度尼西亚的观点由负面调高至中性。行业方面，由于估值的快速上涨以及中美可能出现的摩擦，对前期看好的中国高科技板块转为中性。重点关注中国非银金融板块，尤其是金融租赁板块的估值，短期有10到20个基点的潜在上涨空间。

亚洲高息债券方面，继续看好中国房地产板块的投资价值，建议重点选择1-3年内、B+以上评级的高息房地产名字。对于3-5年期的标的，我们将前期中性偏乐观的观点调整为中性谨慎，主要原因是当前估值已摆脱前期的非理性逻辑，在近期外部负面事件持续爆发的背景下，叠加由于疫情造成的上半年业绩回撤，中长久期的中国房地产高息债券短期有向下的压力。

利率方面，近期中美关系有加剧紧张的趋势，市场避险情绪将压制美债收益率水平，但债券息差料将走宽。中期来看，随着石油价格正常化以及全球性复工复产，通胀压力在前期大量资金的支持下将有所上升，利率水平存在陡峭上行风险。

警告和免责声明

工银资管(全球)有限公司(以下简称“本公司”)是根据《证券及期货条例》第116条的规定获香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“证监会”)发牌的公司,以从事第4、第5及第9类的受规管活动。

本文件不可分发或发布于当地司法管辖区的适用法律或法规所不允许的人士。如果阁下并非本文件的指定收件人,请勿继续阅读本文件并应即时将之销毁。

此报告仅供专业投资者作参考,本文件仅供参考之用,并不构成在任何司法权区买卖个别证券或投资于其他投资产品的要约或招揽,且应绝对保密及仅可送交收件人。除非经本公司的事先书面同意,否则不可使用、翻印、复制或分发本文件的全部或部分内容。本文件并未得到证监会的批准。假如本文件由本公司以外的第三方分发,本公司无须对收件人或该第三方采取之任何行动负责。本文件的任何内容均不构成投资、法律或其他意见,投资者在作出投资决定或其他决定时也不应对之加以依赖。有意投资的人士应根据本身的投资目标及个人的财务状况,就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立意见。

本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能不时持有本文件所提及的个别证券或其他金融工具的长仓或短仓、买卖该等个别证券或投资于该等其他金融工具,而本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能因本文件中提及的个别证券或其他金融工具而涉及利益冲突。对于投资者在使用本文件时及依据该等材料而作出的任何投资决定所引起的任何损失及/或损害,本公司概不负责。本文件所表达的意见为本公司於本文件刊发之时的看法,可在无需给予通知的情况下予以更改。本公司将会尽一切的努力提供准确、及时的信息。尽管如此,本公司并不保证本文件所载信息的准确性、及时性、完整性、效用或其任何其他方面,也不会对任何该等内容负责。投资的价值可升亦可跌,并可能会受有关市场波动的影响。过往表现或任何估计或预测并非将来表现的依据。目前并无保证运用本文件所述的任何策略将导致所述的指定目标得以达成。虽然本文件所述的信息是从本公司相信为可靠的来源取得,但本公司或其董事、高级人员及雇员并不保证该等信息之准确性或完整性。所有图表和结果(如有)仅作说明之用,不可代表任何投资项目的实际或未来业绩。虽然帐户基金经理会尽合理的努力将投资风险减至最低,但投资价值可能会波动,因此有可能出现损失,而在最坏的情况下可能会损失全部的投资金额。投资回报并非以港元为单位、或非以港元为投资基准的人士会因汇率波动而承受风险。在作出任何投资之前,收件人应当参阅有关招售文件(如有)及财务报告(如有)以得知进一步的详情。此报告未经证监会审阅。

本公司保留追究权利。